

# 研究报告

## 东盟：是否准备好应对美联储缩表？

### 一项重大政策转变正逼近

如我行早前报告（即 2017 年 4 月 26 日《美联储计划进行资产负债表正常化》）中重点指出，随着利率上调，美联储为实现货币政策正常化而缩减资产负债表（“缩表”）的可能性正变得越来越明朗化。这一政策转变有可能会影响美元汇率、美债收益率以及资本流动。东盟等新兴市场国家预期将首当其冲地受这一政策转变影响，因此投资者需密切关注和评估事态进展。

与半年前相比，自联邦公开市场委员会（FOMC）3 月 14~15 日会议提出“缩表”议题之后，美联储官员也紧随着日益频繁地公开谈论这一事项。这似乎是为即将于 2017 年末和 2018 年初之间某个时间启动缩表做准备。这和美联储在 2013 年的“缩减恐慌”（taper tantrum）期间采取类似策略同出一辙。

基于下列理由，我认为美联储的缩表计划是一项重大政策转变：

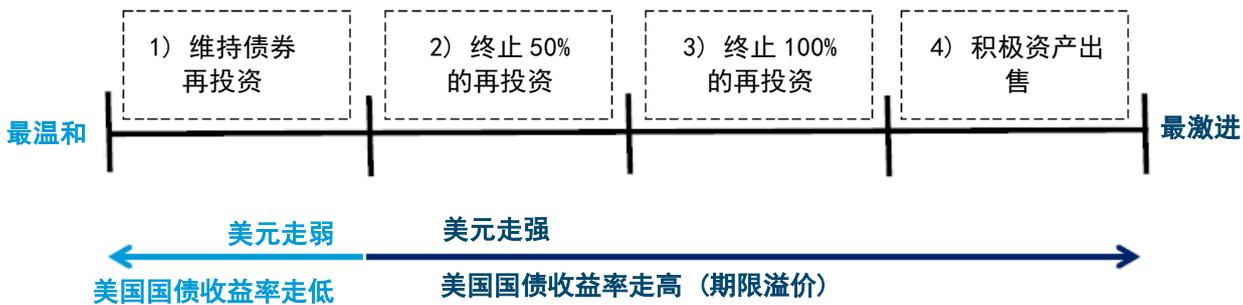
1. 美联储现有的资产再投资政策已维持近十年之久（自 2010 年 8 月份开始）；
2. 美联储之前从未实施缩表，因此此次将会面临前所未有的状况；
3. 就目前所处阶段而言，如美联储启动缩表，其是否在 2018 年进行预期的三次加息也存在不确定性。

目前为止市场尚无法从美联储官员明确得知美联储会如何进行缩表，即缩表的节奏和规模，换言之即其“模式”（是否以缩表取代现有的加息或两者同时进行）和/或“强度”（即是否被动退出现有已到期的债券，到期后不进行再投资，或主动处置债券资产）。诚然，这些问题需明确才能评估缩表的具体影响范围（例如：对美元和美债收益率的影响）。

### 我行的情景分析显示美元将走强

下文是一份关于我认为美联储在计划进行缩表时可能面临的四种情况的简要说明。这四种情况中的两种极端分别为“按之前情况照常进行”为温和端，和“积极处置资产”为激进端。对市场而言更为重要的是，这四种情况中的每一种将如何影响汇率和债券收益率。

## 美联储缩表将面临的四种基本情况



资料来源：大华银行环球经济与市场研究部

如上图所示，除“按之前情况照常进行”（即维持当前“债券再投资”政策）之外的任何一种情况将会对美元利好，并导致较高的美国国债收益率。其中的逻辑很简单，通过减少美国国债（即资产负债表的“资产”项目）的再投资/买入，美联储将减少向金融系统投放的流动性（即资产负债表的“负债”项目），因此其效果相当于货币政策收紧。这一政策收紧会利好美元，进而推高美债收益率并吸引资本流入美元资产。目前的问题是最终缩表/政策收紧的力度如何。

从市场的另一端来看，美元走强、美债收益率走高以及资本流入美元资产对新兴市场国家的资产和货币而言将是一项利空。尤其是东盟等新兴市场国家，根据 1997/1998 期间亚洲金融危机的经验来看，这些国家更易受到突发性资本外流冲击。

### 从美联储“缩减恐慌”以及人民币定价机制调整中吸取的经验

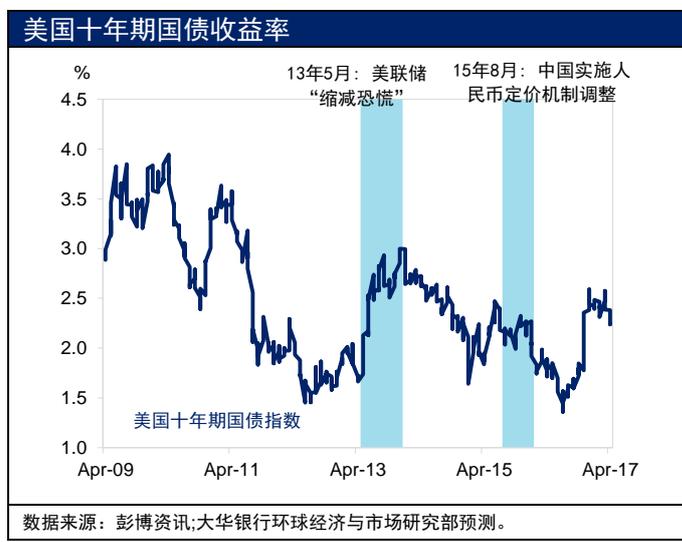
东盟各国货币如何应对美联储缩表？这是否会引发资本大规模从新兴市场国家（如东盟国家）流向美元资产？或只是与最近的美联储利率正常化的进展情况类似？

美联储进行何种程度的缩表力度目前尚不明确，我行根据之前类似情况时市场的反应来判断美联储缩表对东盟国家市场和货币的潜在影响（在本报告中，东盟国家仅指其五个主要经济体及其货币，即印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国）。

如美联储最终进行缩表，其将会带来自 2008 年 11 月启动的资产购买计划（即 QE 量化宽松，其中包括 1000 亿美元的“政府资助企业”（GSE）的直接债务，以及 5000 亿美元的抵押贷款担保证券（MBS））以来的前所未有的政策转向。在上述资产购买计划的最终阶段，即分别于 2012 年 9 月 13 日和 12 月 12 日公布的第三轮量化宽松（QE3），美联储每月购入 850 亿美元债券。QE3 项下资产购买计划于 2013 年 10 月正式终止。

然而，过去的确曾发生类似缩表的情况，即所谓的美联储“缩减恐慌”（taper tantrum），通过这一情况可大致判断当美联储在 2017 年末或 2018 年初真的启动缩表时新兴市场国家尤其是东盟资产价格的反应。

2013年5月22日，时任美联储主席本·伯南克向美国国会提交证词时提出美联储可能会在当年晚些时候开始减缓债券购买节奏（即 taper，“缩减”）时，首次触发市场上的“缩减恐慌”反应。这一国会证词为接下来2013年6月19日举行的FOMC新闻发布会作出铺垫。在该次新闻发布会上，伯南克再次指出资产购买计划可能会在2013年晚些时候（即2013年下半年期间）缩减。与此对应，美元长期债券收益率以及美元汇率此后经历数次暴涨，这一现象后来称为“缩减恐慌”。例如，美国10年期国债收益率从2013年5月初的1.629%飙升至2013年9月初的近3%。



虽然并非与美联储缩表的情况完全相似，另一起导致新兴市场大幅波动的事件为中国央行在2015年8月11日出乎意料地调整美元/人民币中间价定价机制。然而，由于该调整在最初被视为是一项“货币战争”事态，东盟国家的货币自然作出利空反应，然而其程度比“缩减恐慌”时期更为缓和，如图中所示。



### 东盟国家货币对美元汇率表现



数据来源：彭博资讯；大华银行环球经济与市场研究部预测

### 美联储如实施缩表：对东盟各国货币的影响？

在引发“缩减恐慌”的事件发生后半年内，东盟国家货币在“缩减恐慌”期间走弱，平均下跌 9%。在“人民币定价机制”调整事件期间东盟国家货币平均下跌 3%。然而，印尼卢比受影响最大，在“缩减恐慌”期间跌幅大约为 20%。马来西亚林吉特自从 2015 年初的“1MDB（一马发展公司）洗钱案”以来就已承受卖压，人民币定价机制调整仅仅导致林吉特大约 6% 的跌幅。这些数字为我们判断美联储缩表时东盟国家的预期反应提供了依据。

虽然在美联储缩表的情况下，美元预期走强和美元收益率走高可能会吸引资本从非美元资产流出，**我行预计东盟国家货币将应对良好且只发生微调。东盟国家的货币调整程度不可能重蹈前两次覆辙**，应不会出现印尼盾 20% 跌幅（半年内）的情况，这是因为自 2013 年以来，经济基本面和印尼盾资产的市场情绪/投资者信心已大为改善。

### 经济基本面改善可对东盟货币起到缓冲作用

#### 1. 实际利率

相比 2013 和 2015 年市场动荡期间，大多数东盟国家当前的实际利率水平总体而言处于正区间，并领先于实际美联邦基金利率。这利差情况应该会抵消其他国家或地区债券收益率走高带来的某些影响。然而，马来西亚和泰国的实际利率水平低于其他东盟国家，因此可能是其中的一个软肋。

### 东盟国家：实际政策\*利率



数据来源：彭博资讯；大华银行环球经济与市场研究部预测  
\*3个月新加坡同业拆借利率

### 东盟国家实际政策利率\*相对美联邦基金实际利率的溢价/折价



数据来源：CEIC、大华银行环球经济与市场研究部预测

#### 2. 资本外流的缓冲

由于大多数东盟国家不断积累外汇储备，因此具备对抗资本市场资金外流和外债敞口风险的较高缓冲能力。在发生极端情况（低概率情境）时，假设外国投资者全面撤出股票和债券投资，最脆弱的国家将会是印尼。而即使是在这种极端情况下，印尼也具备足够的外汇储备弥补资本外流的影响，而在此情况下为弥补资本外流而动用的外汇储备会少于全部外汇储备的三分之二（见相关表格）。

在更为极端的情况下，假设在外国投资者全面撤资的同时该国也需偿还全部短期外债，马来西亚将会是最受冲击的国家，因为其外汇储备不足以应付这一需求。

这一分析显示，在排除上文所述极端（低概率）情况的前提下，在一般的情境东盟五个主要国家具备充足外汇储备应对正常的资本流动。这解释了在英国脱欧以及美国总统大选结果造成波动的期间，东盟地区的市场行情为何相对波澜不惊。

外汇储备覆盖率评估：以股票和债券市场的外国投资者全面撤资的最坏情况为前提假设

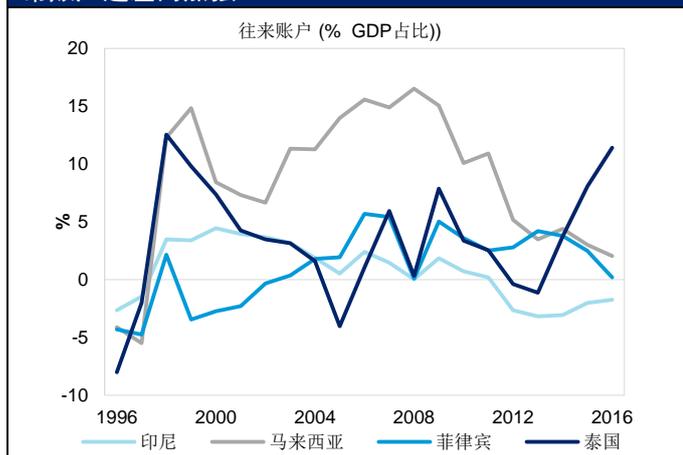
美元 (十亿)	A 外资股权净 买入*	B 外资持有政府 债券余额	C 短期外债	D 总外债	E 外汇储备	较小=更好 金融市场储备覆 盖率=(A+B)/E	较小=更好 储备覆盖率= (A+B+C)/E	当地货币对美元汇率变动 英国脱欧 4天后	特朗普当选 4天后
印尼	\$23.8	\$54.3	\$40.6	\$316.8	\$121.8	64%	97%	-0.2%	-1.2%
韩国	\$33.7	\$66.7	\$105.2	\$380.9	\$375.3	27%	55%	-1.1%	-0.8%
马来西亚	无数据	\$35.4	\$83.6	\$208.7	\$92.0	39%	129%	-1.3%	-1.6%
泰国	(\$2.7)	\$15.9	\$52.8	\$131.4	\$172.7	8%	38%	0.0%	-1.2%
菲律宾	\$7.6	无数据	\$14.5	\$74.8	\$80.9	9%	27%	-1.1%	-0.6%
印度	\$166.5	无数据	\$82.1	\$479.7	\$346.3	48%	72%	-0.2%	-1.8%
台湾	\$134.9	无数据	\$160.0	\$172.2	\$437.5	31%	67%	-1.0%	-0.7%
中国	无数据	无数据	\$919.3	\$1,416.2	\$3,009.1	-	31%	-0.8%	-0.8%
日本	\$518.8	\$965.1	NA	\$3,646.2	\$1,168.9	127%	127%	3.2%	-3.2%

\*每日买入和卖出金额的合计和累计数额为各国相关数据出炉之后的数额。

标注颜色部分提示影响的严重程度，绿色代表低影响，红色代表高影响。

数据来源：彭博资讯；大华银行环球经济与市场研究部预测。

对印尼盾的影响最甚因印尼在“缩减恐慌”期间回归经常账户逆差而加强



数据来源：CEIC, 大华银行环球经济与市场研究部预测

短期外债/外汇储备趋势：马来西亚比其他东盟国家更脆弱



数据来源：CEIC, 大华银行环球经济与市场研究部预测

### 3. 东盟国家的家庭和企业负债水平仍维持良性

在全球金融危机之后，东盟国家的家庭负债比率明显上升，这是由低息贷款和资本流入所带动的。这引起了资产价格的快速上涨，尤其是新加坡和香港房产价格上升至泡沫水平。尽管家庭负债比率比之前流动性收紧时期更高，我行认为全球货币政策形势的审慎有度收紧应不会导致严重后果，因为较高的负债比率和当地家庭收入的增长趋势保持一致。然而，较高的债务偿付成本可能会对

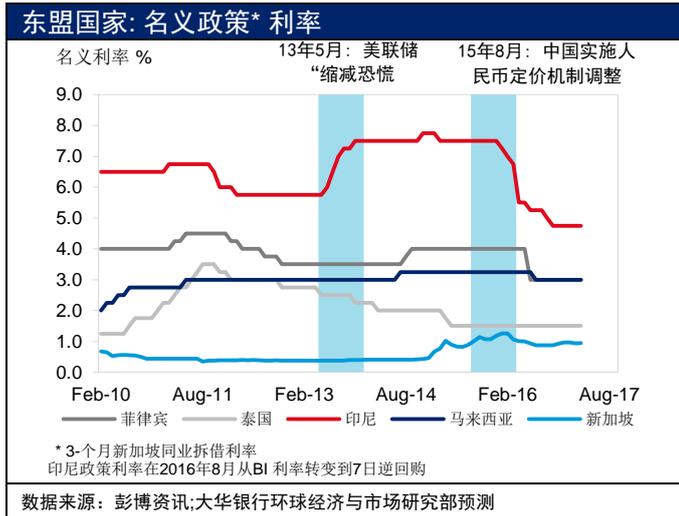
那些家庭负债比率较高的国家的居民消费造成抑制，这包括马来西亚和泰国。根据国际清算银行的估算，上述两国的家庭负债大约占 GDP 的 70%左右。

在过去十年里，东盟国家的企业负债水平与家庭负债相比而言趋势更为稳定。新加坡和香港的企业负债水平大幅上升与其处于亚洲金融中心的地位相关。



#### 4. 各国央行仍有收紧货币政策的空间，从而缓冲美国货币政策正常化的潜在影响

在 2016 年期间，东盟地区央行处于货币政策偏宽松的过程，其中，印尼和菲律宾的央行大幅下调利率。然而，随着美国货币政策进一步正常化以及大宗商品价格趋稳，东盟国家央行将会面临压力，从而转变之前的货币宽松政策。鉴于东盟相对较低的政策利率，如形势需要，这些国家的央行显然具有大量的加息操作空间。



哪个东盟国家的央行会首先宣布加息呢？泰国由于受到实际利率水平较低的压力显然有可能在2018年第一季度开始收紧货币政策。虽然与东盟内其他国家相比，印尼的实际利率水平较高，鉴于相对印尼的外汇储备规模而言，印尼的债券和股票市场对外国投资者具有相对较大的风险敞口，下跌趋势可能会促使印尼央行采取措施应对资本外流风险。尽管如此，由于马来西亚国家银行（BNM）认为紧接原油价格正常化之后发生的通胀压力为暂时性现象，并且鉴于财政失衡风险减弱，我行认为马来西亚央行目前会按兵不动。

### 结论：东盟国家货币将企稳

假设美国财政/税收/贸易政策不发生重大变化以及中国经济保持稳定的前提下，我行预计大宗商品价格将企稳，亚洲将保持出口复苏势头。但如上述前提条件发生任何变化，例如美国政府实施边境调节税，则会对资本流动造成重大影响，进而引起美元以及我行的地区货币前景展望的较大幅调整。

排除上述基本前提假设的任何变化的基础上，当美联储实施缩表的情况下，地区货币对美元汇率的贬值可能会得到有效抑制，虽然这仍取决于本文前部分强调的美联储缩表的模式和强度。如美联储采取更鹰派的积极资产出售，则会引起东盟国家大规模资本恐慌性撤离和增加新兴市场国家货币的下行风险。东盟地区有些国家将会比其他国家更易受到冲击，但东盟国家实际利率水平和外汇储备等基本面因素的改善预计可减轻资本出逃的风险。我行认为，东盟国家货币调整不太可能会与2013年“缩减恐慌”期间同日而语，尤其是印尼盾和马来西亚林吉特更是如此。

### 参考：

美联储计划进行资产负债表正常化（英文，2017年4月26日）

[http://www.uobgroup.com/assets/pdfs/research/FN\\_170426.pdf](http://www.uobgroup.com/assets/pdfs/research/FN_170426.pdf)

FX Outlook	As of 08-May	End 2Q17F	End 3Q17F	End 4Q17F	End 1Q18F
USD/JPY	112.7	115	117	118	119
EUR/USD	1.098	1.06	1.06	1.08	1.09
GBP/USD	1.296	1.23	1.22	1.21	1.20
AUD/USD	0.740	0.78	0.79	0.79	0.80
NZD/USD	0.691	0.70	0.71	0.71	0.72
USD/SGD	1.405	1.43	1.45	1.46	1.47
USD/MYR	4.335	4.35	4.32	4.30	4.28
USD/IDR	13,323	13,600	13,700	13,800	13,900
USD/THB	34.67	35.8	36.2	36.5	36.8
USD/PHP	49.88	50.2	50.6	50.9	50.9
USD/INR	64.38	67.9	68.8	69.8	69.8
USD/TWD	30.15	31.0	31.1	31.4	31.6
USD/KRW	1,133	1,140	1,150	1,160	1,170
USD/HKD	7.78	7.80	7.80	7.80	7.80
USD/CNY	6.904	7.02	7.09	7.16	7.20
USD/MMK	1,351.5	1,365	1,370	1,395	1,395
USD/VND	22,740	22,900	23,050	23,200	23,400

Interest Rate Trends	As of 08-May	End 2Q17F	End 3Q17F	End 4Q17F	End 1Q18F
US (Fed Funds Rate)	1.00	1.25	1.50	1.50	1.75
EUR (Refinancing Rate)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
GBP (Repo Rate)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
AUD (Official Cash Rate)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
NZD (OCR)	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
JPY (Policy Rate)	-0.10	-0.20	-0.20	-0.20	-0.30
SGD (3-Mth SIBOR)	1.00	1.20	1.40	1.45	1.65
IDR (7-Day Reverse Repo)	4.75	4.75	4.75	5.00	5.00
MYR (Overnight Policy Rate)	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
THB (1-Day Repo)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75
PHP (Overnight Reverse Repo)	3.00	3.25	3.50	3.50	3.50
INR (Repo Rate)	6.25	5.75	5.50	5.50	5.50
TWD (Official Discount Rate)	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38
KRW (Base Rate)	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
HKD (Base Rate)	1.25	1.50	1.75	1.75	2.00
CNY (1-Yr Benchmark Lending)	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
VND (Refinancing Rate)	6.50	6.50	6.50	6.50	6.75

Source: Bloomberg, UOB Global Economics & Markets Research



免责声明：本文分析的资料均来自公开的信息。尽管本文所含信息被认为是可靠的，但大华银行集团对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。同时，本文包含的意见和预测仅反映我们在本文分析发布时的意见，如有变更，恕不另行通知。大华银行集团可能持有本文提及的货币和金融产品的头寸，并有可能影响其中的交易。在达成任何拟定交易之前，读者应不依赖大华银行集团或其关联公司而独立确定交易的经济风险和价值以及法律、税务、会计特征和后果，并且读者须能够承担这些风险。本文及其内容是大华银行集团的专有信息及产品，不得复制或用于其他用途。本文以英文书写，中文版本且仅供参考。中、英文版本若有任何歧义，均以英文版本为准。

另，本文内容由新加坡大华银行提供，大华银行（中国）有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。